

кошти в цільовому напрямку, а також безпосередньо про виконання етапів бюджетної програми, обґрунтувати резерви та альтернативи бюджетного фінансування на перспективу.

Бібліографія

1. **Бюджетний кодекс України**//Відомості Верховної Ради (ВВР).- 2001.- N 37-38, ст. 189.
2. Мец В.О. **Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства**: Навч. посібник. – Е.: Вища школа., 2003. – 278с.
3. Мних Є.В. **Економічний аналіз**: Підручник. - Київ: Центр навчальної літератури, 2003. – 412с.
4. **Про схвалення Концепції застосування програмно-цільового методу в бюджетному процесі**. Розпорядження Кабінету міністрів України від 14 вересня 2002 року за №538-р.
5. Попович П.Я. **Економічний аналіз діяльності суб'єктів господарювання. Тернопіль**, Економічна думка, 2001.- 454 с.
6. **Стратегія модернізації системи бухгалтерського обліку в державному секторі на 2007 – 2015 роки**. Затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 16 січня 2007 р. за №34.

Рецензент: д. е. н., професор Левицька С.О.

УДК 334

ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ФОНДЫ НЕДВИЖИМОСТИ

А. Н. АСАУЛ

Формирование паевых инвестиционных фондов (ПИФ) недвижимости является, на сегодняшний день, одним из наиболее перспективных направлений развития рынка коллективных инвестиций в России.

Forming of UITs (PIF) of the real estate is, to date, one of most perspective direction of market of collective investments development in Russia.

©А. Н. Асаул - д.э.н., професор Санкт-Петербургского государственного архитектурно-строительного университета

Ключові слова: закрытый паевой инвестиционный фонд, паевой фонд жилой недвижимости, паевой инвестиционный фонд.

Во многих развитых странах существует два финансовых института, которые принципиально отличаются друг от друга, позволяют институционально отделить «длинные» деньги от «коротких», создать для них разные режимы налогообложения, регулирования и т. д. Ведь банки, по определению, являются инструментом расчетов и оборотного кредита. Они кредитуют оборот, а не инвестиции, и только в исключительных случаях они кредитуют долгосрочные проекты.

Вторым финансовым институтом являются *фонды*, позволяющие аккумулировать сбережения домашних хозяйств, физических и юридических лиц. Они жестко регулируются государством. Фонды - это институты длинных денег: профессиональные и институциональные инвесторы.

Для примера рассмотрим деятельность фондов развития жилищного строительства, которые

*Закрытые паевые инвестиционные фонды (ПИФ)*¹. существуют для физических лиц, располагающих финансовыми средствами, Закон Российской Федерации «Об инвестиционных фондах» от 4 декабря 2001 г. создал благоприятные условия для выхода на рынок нового института коллективных инвестиций — закрытого паевого инвестиционного фонда.

Закрытый ПИФ — это имущественный комплекс без

¹ ФСФР зарегистрироваала в 2005 г. правило доверительного управления шестью ЗПИФ по недвижимости.

УК «Арсатера» будет управлять фондом «Арсатера — жилищное строительство». Стартовый объем фонда — 10 млн. рублей. Срок действия — 3 года. Размер пая — 1 00 000 рублей. Активами фонда станут инвестиционные договоры с надежными застройщиками. Методика их отбора уже разработана. «Арсатера» обещает пайщикам 35-49% годовых. Также зарегистрированы правила управления ЗПИФ Петербургская промышленная недвижимость (Управляющая компания — УК «Объединенные инвестиционные фонды»), ЗПИФ «ФОНДЫ Федерация» («КОНКОРДИЯ Эссет Менеджмент»), ЗПИФ «Фонд Миракс Недвижимость Первый» («КОНКОРДИЯ Эссет Менеджмент»), «РФЦ — Фонд недвижимости» (ОАО РФЦ — Капитал), Тольяти-Инвест Недвижимость (УК «Инвест-Менеджмент»).

образования юридического лица, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления и имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой (инвестиционный пай), выдаваемой управляющей компанией. Или другими словами, закрытый ПИФ — некая структура без образования юридического лица, которая транслирует право собственности, проистекающее из договоров, заключаемых управляющей компанией с ее имуществом, на пайщика. Любой пайщик есть деловой советник всего того, что составляет имущество этого фонда. С одной стороны, такой фонд это некая достаточно большая структура — инвестор, который может инвестировать строительство целого жилого здания, с другой — право собственности транслировано на долевого собственника. В этом состоит принципиальное отличие данной формы от векселя или облигации. Закрытый ПИФ — это институт финансирования долгосрочных проектов, в том числе и жилищного строительства.

Цели создания закрытых ПИФов:

- реструктуризация крупных или средних компаний посредством выделения в закрытый ПИФ объектов недвижимости или ценных бумаг, дающих право на них;
- привлечение средств различных категорий инвесторов в инвестиционные проекты, связанные с недвижимостью;
- снижение себестоимости строительства и эксплуатации объектов недвижимости;
- диверсификация и повышение доходности инвестиций крупных финансовых и инвестиционных институтов;
- создание цивилизованного института управления проектами, связанными с недвижимостью;
- переход от кредитного финансирования к инвестиционному на основе партнерских отношений;
- создание понятного и приемлемого для иностранных инвесторов инструмента для привлечения и осуществления инвестиций в российскую недвижимость;
- другие.

К потенциальным учредителям Закрытого ПИФа можно отнести:

- девелоперские компании, заинтересованные в организации процесса реинвестирования в строящиеся объекты и реорганизации финансовых потоков;
- физические лица;
- инвесторы, обладающие венчурным капиталом и заинтересованные в получении более высоких доходов от инвестиций;
- коммерческие банки, имеющие промышленные активы, с целью структурирования системы управления собственностью и предпродажной подготовки, а так же заинтересованные в расширении технологий финансирования строительства недвижимости и получении более высоких доходов от инвестиций;
- государственные и муниципальные органы в целях аккумулирования бюджетных средств и ресурсов рынка для финансирования крупных проектов;
- институциональные инвесторы (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды), имеющие «длинные деньги» — в интересах диверсификации и повышения доходности инвестиций.

Закрытые ПИФы обладают рядом преимуществ:

- ограничено появление сторонних пайщиков (только с согласия учредителей);
- пайщики способны контролировать действия управляющей компании и влиять на основные параметры фонда;
- закрытый ПИФ обладает более широкой инвестиционной декларацией, меньшими ограничениями по структуре активов;
- закрытый ПИФ может работать на рынке недвижимости;
- возможность получения инвестиционного дохода без уменьшения количества паев (аналог выплаты дивидендов по итогам года);
- учредитель управления формально не связан (не аффилирован) с юридическими лицами, ценные бумаги которых составляют имущество закрытого ПИФа;

В имущество закрытого ПИФа могут быть переданы не только денежные средства, но и ценные бумаги,

недвижимость и права на недвижимое имущество; возможно вторичное обращение паев.

К потенциальным учредителям Закрытого ПИФа можно отнести:

- девелоперские компании, заинтересованные в организации процесса реинвестирования в строящиеся объекты и реорганизации финансовых потоков;
- физические лица;
- инвесторы, обладающие венчурным капиталом и заинтересованные в получении более высоких доходов от инвестиций;
- коммерческие банки, имеющие промышленные активы, с целью структурирования системы управления собственностью и предпродажной подготовки, а так же заинтересованные в расширении технологий финансирования строительства недвижимости и получении более высоких доходов от инвестиций;
- государственные и муниципальные органы в целях аккумулирования бюджетных средств и ресурсов рынка для финансирования крупных проектов;
- институциональные инвесторы (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды), имеющие «длинные деньги» — в интересах диверсификации и повышения доходности инвестиций.

Механизм действия фонда заключается в том, что пайщики приобретают у управляющей компании паи фонда. После выкупа всех паев управляющая компания направляет полученные средства на финансирование деятельности в сфере недвижимости (разработку проектов, строительство, приобретение объектов недвижимости), покупает ценные бумаги и валюту. По завершении финансового года управляющая компания определяет размер дохода, который принесли вложения фонда в расчете на пай, и выкупает паи по текущей стоимости (номинал + доход). Поскольку инвестиционный пай является ценной бумагой, пайщик может досрочно реализовать его на бирже по рыночной стоимости.

Немаловажным фактором является сама структура паевого фонда. Существуют весьма жесткие государственные ограничения на раскрытие информации о деятельности

управляющей компании и специализированного депозитария. В фонде такого рода функции управления и владения разделены законодательно. И государство через регуляторы рынка, федеральную службу по фондовым рынкам внимательно наблюдает за деятельностью тех и других. Помимо этого, в структуру фонда обязательно входят аудиторы — оценщики (это не аффилированные лица).

В случае банкротства застройщика купивший облигацию инвестор становится в пятую очередь, потому что сначала удовлетворяются требования бюджета, потом работников и т. д. В данном случае ситуация прозрачна и надежна, потому что пайщик фонда, вложивший средства в финансирование жилого объекта, является его владельцем, так как эта собственность выделена в натуре и передана в фонд.

Регистрация фонда осуществляется ФСФР и состоит в написании и прохождении через ФСФР правил доверительного управления. Это, по сути, коллективный договор между управляющей компанией и пайщиком. И управляющая компания не может выйти за рамки этого коллективного договора. За нарушение правил ФСФР может лишить управляющую компанию лицензии. Немаловажно, что подобный инструмент является совместным продуктом строительной и финансовой компании. И репутационный капитал, и репутационные риски в данном случае делятся поровну.

«Закрытость» фонда означает следующее: после регистрации правил доверительного управления в срок до 3 месяцев (когда фонд формируется) идет продажа паев, т. е. паи закрытых ПИФов доступны только во время формирования самого фонда. Когда фонд сформирован, он может действовать как оператор, как инвестор, заключать контракты и т. д. Последний этап — это вывод паев на открытый рынок. Здесь возможны несколько способов. Первичный рынок ограничен во времени, и продажа паев фонда идет на единых условиях, так как в процессе формирования все паи продаются по одинаковой цене. Если параметры бизнес-плана предлагают 50% годовых, то именно с такой стоимостью на этом этапе можно привлечь деньги. После того как фонд закрывается, начинают действовать

лица, выкупившие его при первичном размещении, они могут выставить фонд на вторичную продажу. Уже существует практика обращения подобных фондов на биржевых площадках, на ММВБ. Можно полагать, что в недалеком будущем управляющие компании будут стремиться именно к этому. На вторичном рынке лицо, выкупившее фонд, способно размещать ресурсы по той стоимости и в таком количестве, которые необходимы. При этом мобильность и удобство такого рода размещений превосходят те возможности, которое дает привлечение инвесторов по долевым схеме. Доходность ПИФов недвижимости — 15–30% годовых². В последнее время наблюдается рост объемов активных паевых инвестиционных фондов, которые только за 8 месяцев в 2005 г. увеличились на 25%. Ввиду диверсификации финансовых расходов *паевые фонды жилой недвижимости* как инструмент вложения денег довольно надежны.

Формирование *паевых инвестиционных фондов (ПИФ) недвижимости* является, на сегодняшний день, одним из наиболее перспективных направлений развития рынка коллективных инвестиций в России. Более того, ПИФы недвижимости интересны как самим застройщикам, так и инвесторам.

Плюсы для строителей:

- паевые инвестиционные фонды недвижимости позволяют привлечь дополнительное финансирование под проекты строительства. Так как ПИФы недвижимости являются объединением средств многих инвесторов, то этот инструмент позволяет выйти на рынок даже не крупным (по меркам рынка недвижимости) инвесторам, готовым размещать суммы от \$100 тыс.;

- на рынке жилой недвижимости ПИФ недвижимости является альтернативой многочисленным программам ипотечного кредитования. В отличие от ипотеки, желающим разместить свои средства в ПИФе недвижимости, не надо обладать обязательным минимум средств от стоимости квартиры (как правило — это 30%). Поскольку прирост

² Доходность паев «Первого инвестиционного фонда» составляет 26 % годовых, « Конкордия – Авантаж»-20%», ЗПИФН Корпорации Mirax-Group – 15% при существенно низких рисках инвестирования .

стоимости имущества ПИФа, инвестирующего средства на рынке жилой недвижимости, адекватен изменению цен на квартиры, инвестор имеет возможность снизить свои риски, так как его сбережения, фактически, индексируются в квадратных метрах.

Плюсы для инвесторов: возможность повысить уровень прозрачности своих инвестиций, так как рынок ПИФов недвижимости является самым отрегулированным видом инвестиций в России. На этом рынке реализован двухуровневый механизм контроля: над деятельностью по управлению имуществом Специализированным депозитарием с одной стороны и Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) с другой; возможность минимизировать налоговое бремя, так как ПИФ недвижимости не является налогоплательщиком, следовательно, и недвижимость, входящая в ПИФ, не облагается налогом на имущество. ПИФ недвижимости не является также и плательщиком налога на добавленную стоимость, а инвестиционный доход пайщика облагается налогом на доходы и только при распределении прибыли. Таким образом, в случае направления полученного дохода на финансирование новых проектов пайщик экономит на отложенном моменте налогообложения прибыли; возможность упростить переход прав собственности на имущество. По договору купли-продажи продавец продает не недвижимость, а ценные бумаги (инвестиционные паи), удостоверяющие право собственности на это имущество.

Ввиду диверсификации финансовых расходов паевые фонды жилой недвижимости как инструмент вложения денег довольно надежны.

Бібліографія

1. Асаул Н.А., Павлов В.И., Бескирь Ф.И., Мышко О.А. **Менеджмент корпорации и корпоративное управление.** – СПб.: «Гуманистика». – 2006. – 328 с.
2. Асаул Н.А. **Организация предпринимательской деятельности** // А.Н. Асаул, М.П. Войнаренко, П.Ю. Ерофеев. – СПб.: «Гуманистика». – 2004. – 448 с.

Рецензент: д.е.н., профессор В.І. Павлов